

- (3) 花枝英樹「エージェンシー費用と企業の資本構成」, ワーキングペーパーNo. 2, 関東学院大学経済学部, 1984, 9月.
- (4) 花枝英樹「配当政策の理論」, ワーキングペーパーNo. 5, 関東学院大学経済学部, 1986, 8月.
- (5) 花枝英樹, 小山明宏, 松井美樹, 上田 泰「資本構成の実証分析」, Mimeo-graphed, 1986, 9月
- (6) Higgins, Robert, "The Corporate Dividend-Saving Decision", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March, 1972, 1527-1541.
- (7) Lev, Baruch, "On the Association between Operating Leverage and Risk", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, 1974, 627-641.
- (8) Lintner, John, "Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review*, May, 1956, 97-113.
- (9) Rozeff, Michael, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, Fall, 1982, 249-259.
- (10) 津村英文『配当』, 税務経理協会, 1981.
- (11) 全国証券取引所協議会『配当状況調査』, 各年度版.

らず、配当性向は上昇してしまう。いずれにしろ、同期の利益率と配当性向とはマイナスの関係になってしまう。

つぎにケース(1)と(2)を見ればわかるように、研究開発費比率(RD)と役員持株比率(INSIDER)を除いて、他のすべての説明変数が額面配当率と配当性向に及ぼす影響は逆になっている。このことは、いま述べたように額面配当率と配当性向とが逆の動きをすることによる(表2を見ても額面配当率と配当性向の単相関は $-0.4$ である)。額面配当率にプラスの影響を及ぼす変数は、額面配当率と配当性向の逆相関関係によって、配当性向にはマイナスの影響を及ぼすようになるからである。

同期の利益率のみが説明変数であるケース(4)から、ケース(1)、(2)のように多くの他の説明変数をつけ加えても、決定係数は $0.546$ から $0.64$ へとそれほど上昇せず、先ほど述べたように、配当性向は額面配当率とは違って同期の利益率によってほぼ決まることが分かる。

### 自己資本配当率

最後に自己資本配当率を被説明変数とした結果を見てみよう。表5にあるように、決定係数が $0.2$ 弱と回帰式のあてはまりは非常に悪く、われわれの理論モデルが正しいとするなら、経営者は自己資本配当率を基準にして配当政策を立てているとは考えられないといえる。(なお、わが国企業の戦後における、額面配当率、配当性向、自己資本配当率の趨勢的な動きについては津村(1981)のP.31-85を参照せよ。)

### 参 考 文 献

- (1) Fama, Eugene, "The Empirical Relationships Between the Dividend and Investment Decisions of Firms", *American Economic Review*, June, 1974, 304-318.
- (2) Fama, Eugene and Harvey Babiak, "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association*, December, 1968, 1132-1161.

PRO59 の係数の値を見るとマイナスであり、PRO57, PRO58 に比べて絶対値は小さい。また表 2 より、昭和58年度の額面配当率と昭和59年度の自己資本税引後利益率の単相関は $-0.038$ と非常に小さいことがわかる。これらのことから、将来の利益率が高くなると予想されても、事前には額面配当率を調整しないことがわかる。このことは、花枝 (1986) の23ページでも述べたように、配当の情報としての役割が弱いことの傍証にもなるであろう。

つぎに興味深いのはケース(4)の結果である。4年間の自己資本税引後利益率のみを説明変数とした場合には、決定係数が $0.097$ と非常に小さくなってしまった。このことは、利益率の水準のみによって額面配当率の違いを説明できないということであり、利益の変動に合わせて額面配当率を頻繁に変更させないというわが国企業の行動を裏付ける結果といえる。それゆえ、上で額面配当率の事後的調整が行われていると述べたが、その調整は部分的なものにとどまっていると言ってよいであろう。

### 配当性向

つぎに配当性向を被説明変数とした計測結果を見てみよう。額面配当率の場合と異なる最も大きな点は、表 4 のケース(4)で明らかなように、同じ期 (昭和58年度) の自己資本税引後利益率によって配当性向の違いが50%以上説明できるということである。

そして、興味深いのは、PRO58 の符号がマイナスであることである。額面配当率の場合に PRO58 の符号がプラスであったことを考え合わせると、このことはつぎのように解釈できるであろう。当期の利益率が上昇したときには、企業は額面配当率を引き上げるが、それが部分的調整にとどまるために利益の上昇に見合って配当金は増加せず、配当性向は低くなってしまう。逆に、当期の利益率が下落しても、企業は額面配当率を部分的にしか下げないので、利益の落ちこみにもかかわらず配当金はそれほど減

表 3 回帰分析の結果 (額面配当率)

ケース	定数項	RD	FIX	DEBT	PROVAR	OPE	INSI- DER	GR	PRO56	PRO57	PRO58	PRO59	$\bar{R}^2$
(1)	19.931 (7.573)	-0.157 (-0.912)		-0.136 (-4.899)	-2.370 (-1.557)	-0.116 (-0.087)	0.206 (1.767)	0.140 (1.456)		0.262 (1.570)	0.281 (1.305)	-0.179 (-1.349)	0.357
(2)	20.753 (8.002)	-0.078 (-0.476)	0.043 (0.856)	-0.140 (-5.025)	-2.244 (-1.442)	-0.647 (-0.490)	0.208 (1.759)			0.260 (1.542)	0.336 (1.580)	-0.195 (-1.443)	0.346
(3)	20.063 (8.239)			-0.133 (-5.020)	-1.919 (-1.301)		0.206 (1.905)			0.253 (1.543)	0.334 (1.591)	-0.189 (-1.430)	0.359
(4)	10.016 (5.915)								0.171 (0.964)	0.372 (1.569)	0.196 (0.783)	-0.196 (-1.258)	0.097

表 4 回帰分析の結果 (配当性向)

ケース	定数項	RD	FIX	DEBT	PROVAR	OPE	INSI- DER	GR	PRO56	PRO57	PRO58	PRO59	$\bar{R}^2$
(1)	54.387 (6.503)	-0.205 (-0.374)		0.388 (4.408)	7.773 (1.607)	2.586 (0.604)	0.118 (0.319)	-0.295 (-0.964)		0.045 (0.086)	-5.334 (-7.789)	0.487 (1.153)	0.645
(2)	52.644 (6.466)	-0.347 (-0.678)	-0.219 (-1.231)	0.399 (4.560)	8.390 (1.717)	3.862 (0.931)	0.079 (0.213)			0.074 (0.140)	-5.422 (-8.115)	0.560 (1.317)	0.647
(3)	87.227 (17.239)								-0.539 (-1.016)	-0.284 (-0.402)	-5.408 (-7.234)	0.678 (1.458)	0.558
(4)	82.689 (20.257)										-5.015 (-10.399)		0.546

表 5 回帰分析の結果 (自己資本配当率)

ケース	定数項	RD	FIX	DEBT	PROVAR	OPE	INSI- DER	GR	PRO57	PRO58	PRO59	$\bar{R}^2$
(1)	1.075 (1.867)	-0.072 (-1.893)		0.024 (3.919)	0.251 (0.753)	0.430 (1.459)	-0.007 (-0.282)	0.008 (0.356)	0.017 (0.462)	-0.020 (-0.428)	0.031 (1.074)	0.177
(2)	1.117 (1.998)	-0.064 (-1.818)	-0.013 (-1.035)	0.024 (3.955)	0.372 (1.108)	0.422 (1.481)	-0.012 (-0.450)		0.020 (0.549)	-0.014 (-0.295)	0.035 (1.215)	0.187

め細かい費用分解を行うことが必要であると思われる。

役員持株比率 (INSIDER) の符号はプラスで  $t$  値も高く、10%水準で有意である。この結果のひとつの解釈としては、第2節で述べたように役員持株比率と負債比率との間にマイナスの相関があり (実際にも表2から両者の間の単相関係数は $-0.25$ である)、かつ負債比率と額面配当率との間に強いマイナスの相関があるために (単相関係数は $-0.54$ )、役員持株比率が高い企業ほど額面配当率が高いという関係が得られたものと考えられる。

売上高成長率 (GR) については、符号がプラスになったが、その理由のひとつとして、2節で述べたように負債比率の影響が強いものと思われる。すなわち、成長企業ほど負債比率が低く、一方、負債比率が低いほど額面配当率が高いという強い関係がある。そのために、成長企業ほど額面配当率が高いという関係がデータから見出されてしまったのではないか。

最後に自己資本税引後利益率であるが、ケース(1)、(2)、(3)では、今まで述べてきた変数のほかに入昭和年57年度、58年度、59年度の3ケ年の自己資本税引後利益率を説明変数としている。ケース(4)では他の変数は加えず、昭和56年度から昭和59年度までの4つの自己資本税引後利益率のみを説明変数としている。

ケース(1)からケース(3)までを見ると、PRO57 と PRO58 の係数の符号がプラスになっている。このことは、前期 (昭和57年度) あるいは当期 (昭和58年度) の利益率が高いと、当期の額面配当率を高くする、いわゆる事後的調整行動を企業がとっていることを示していると考えられる。

これに対して、将来の予想利益にもとづいて事前に額面配当率を調整しているかどうかを調べるために、PRO59 をつけ加えた。PRO59 としては、昭和58年度の配当決定時点で経営者が予想した来期 (昭和59年度) の予想利益率を用いるべきであるが、そのようなデータを手に入れることは不可能なので、その代理変数として事後的に実現した利益率を用いることにした。

クロス・セクション・データを用いた線形回帰分析を行ったが、まず最初に額面配当率を被説明変数とした結果（表3）を見てみることにしよう。4つのケースについて計測した。ケース(1)は固定資産増加率を除いた場合、ケース(2)は成長率を除いた場合、ケース(3)はケース(1)、(2)で $t$ 値が小さかった変数を除いた場合である。最後のケース(4)は昭和56年度から59年度までの自己資本税引後利益率のみを説明変数とした場合である。

ケース(1)から(3)までは決定係数（自由度修正済）が約 0.35 であり、企業間での額面配当率の違いの35%がわれわれの考えた説明変数によって説明できることを示している。ケース(4)については決定係数が非常に小さいが、その理由は後で説明する。

つぎにパラメータの推定値の符号条件と有意性条件を調べてみよう。

研究開発費比率（RD）については、符号はわれわれが想定した符号と一致した。しかし、 $t$ 値は非常に小さく有意ではない。

固定資産増加率（FIX）については、ケース(2)よりパラメータの符号はプラスであり、想定した符号とは一致しなかったが、 $t$ 値が非常に小さく有意ではないので、われわれの考えが完全に間違っていたと断定はできない。

負債比率（DEBT）については、符号条件が一致しマイナスであり、しかも $t$ 値が非常に高く1%水準で有意である。それゆえ、負債比率の高い企業ほど額面配当率を低くしていると言ってよいであろう。

自己資本税引後利益率の変動係数（PROVAR）の符号はマイナスであり、われわれの予想とも一致している。 $t$ 値も比較的高く、自己資本のリスクの高い企業ほど額面配当率を低くしているという関係が得られた。

固定・変動費比率（OPE）についても符号はマイナスであり、符号条件は満たしている。しかし、 $t$ 値は非常に小さく有意ではない。日銀の『主要企業経営分析』による費用分解の方法だと、例えば販売費及び一般管理費がすべて固定費とされてしまうというように問題点があるので、よりき

表 2 各変数間の単相関係数

	DIVRA- TE	DIVRA- TIO	DIVE- QU	RD	FIX	DEBT	PRO- VAR	OPE	INSI- DER	GR	PRO 56	PRO 57	PRO 58	PRO 59
DIVRATE	1.000	-0.405	-0.246	0.093	0.004	-0.535	-0.207	0.080	0.262	0.159	0.270	0.338	0.143	-0.038
DIVRATIO		1.000	0.446	-0.314	-0.230	0.277	0.187	-0.142	0.061	-0.363	-0.227	-0.461	-0.743	-0.402
DIVEQU			1.000	-0.218	-0.030	0.444	0.132	-0.024	-0.065	-0.052	-0.076	-0.089	0.049	0.141
RD				1.000	0.209	-0.220	-0.063	0.504	-0.223	0.403	0.295	0.308	0.272	0.167
FIX					1.000	0.050	0.254	0.152	-0.187	0.239	-0.045	0.132	0.274	0.285
DEBT						1.000	0.055	-0.218	-0.252	-0.083	-0.397	-0.186	0.055	0.081
PROVAR							1.000	0.045	-0.060	0.126	-0.044	-0.207	-0.082	0.046
OPE								1.000	0.104	0.036	0.175	0.138	0.160	0.158
INSIDER									1.000	-0.209	0.122	-0.011	-0.118	0.017
GR										1.000	0.287	0.243	0.362	0.226
PRO56											1.000	0.599	0.151	0.080
PRO57												1.000	0.487	0.186
PRO58													1.000	0.659
PRO59														1.000

表 1

	平 均 値	標 準 偏 差
額 面 配 当 率 (%)	14.37	4.52
配 当 性 向 (%)	42.71	19.31
自己資本配当率 (%)	3.05	0.87
研究開発費比率 (%)	2.97	3.12
固定資産増加率 (%)	10.24	7.67
負 債 比 率 (%)	65.61	15.44
自己資本税引後利益率の変動係数	0.32	0.27
固定・変動費比率	0.64	0.36
役員持株比率 (%)	2.51	3.74
売上高成長率 (%)	9.12	4.81
56年度の自己資本税引後利益率 (%)	8.58	3.29
57年度の自己資本税引後利益率 (%)	7.78	2.86
58年度の自己資本税引後利益率 (%)	7.97	2.86
59年度の自己資本税引後利益率 (%)	8.02	4.01

株あたり現金配当金が5円以上6円未満の企業が最も多く、以下、6円以上7円未満、7円以上8円未満がこれに続いている。そして、5円以上8円未満に全体の約6割の企業が含まれてしまっている。この傾向は他の年度でも同様である。われわれの90社平均で得られた1株あたり7.185円の配当は、このわが国企業全体の傾向と合致するものである。

配当性向に関しては、同じく『配当状況調査』によれば昭和58年度の平均で41.25%である。われわれのデータでも同じような数値が得られている。自己資本配当率についても同調査によれば平均で3.08%と、われわれの平均3.05%に近い数値である。

他の変数の平均値も予想された数値であり、特に異常と思われるものはなかった。

#### 4. 回帰分析の結果と検討

##### 額面配当率



58年度の売上高で割ることによって研究開発費比率を求めた。

(2) 固定資産増加率 (FIX) : 昭和59年度有形固定資産増加額 (有価証券報告書, 附属明細表, 有形固定資産明細表における当期増加額の合計) を同年度の総資産で割った値。

(3) 負債比率 (DEBT) : 昭和58年度の総負債を同年度の総資本 (負債および資本合計) で割った値。

(4) 自己資本税引後利益率の変動係数 (PROVAR) : 昭和54年度から昭和58年度までの5年間の自己資本税引後利益率の変動係数を求めた。

(5) 固定・変動費比率 (OPE) : 総費用を固定費と変動費とに分解するにはいくつかの方法があるが, ここでは日本銀行『主要企業経営分析』で行われている方法に従った。

総費用 = 売上原価 + 販売費及び一般管理費 + 営業外費用 - 営業外収益。

固定費 = 労務費 + 経費 - 外注加工費 + 販売費及び一般管理費 + 営業外費用 - 営業外収益。

総費用から固定費を差し引いたものが変動費になる。上式を用いて昭和58年度データより固定費, 変動費を求め, 固定費を変動費で割った値を固定・変動費比率とした。

(6) 役員持株比率 (INSIDER) : 有価証券報告書に記載されている役員所有株式数の合計を発行済株式総数で割った値 (昭和58年度データを使用)。

(7) 成長率 (GR) : 昭和54年度から昭和58年度までの5年間の売上高成長率を用いることにし, 幾何平均値 (年率) を計算した。

(8) 自己資本税引後利益率 (PRO56, PRO57, PRO58, PRO59) : 税引後当期純利益を自己資本で割ったものであるが, 昭和56年度から昭和59年度までの4つの値を求めた。

各変数の標本平均と標準偏差が表1に示されている。90社平均の額面配当率は14.37%であり, 1株の額面50円に対して1株あたり7.185円の配当ということになる。『配当状況調査』によると, 昭和58年度については1

### 3. データ

回帰分析に必要な財務データは、日本開発銀行財務データテープよりとった。まず、対象企業は以下の4点を考慮に入れながら任意に90社を選んだ。(1)3月決算であること。(2)研究開発費が『日経会社情報』、あるいは『会社四季報』の調査データから入手可能であること。(3)欠損、あるいはそれに近い、業績の極端に悪い企業は配当性向が異常に高くなってしまうので除外した。(4)同一業種の中では額面配当率の横並び現象が見受けられる可能性が高く、額面配当率を被説明変数としたクロス・セクション回帰分析では問題が出てくるので、一業種にかたよることなく多くの業種にわたって満遍なく選んだ。

各業種に含まれる企業数は次のようである。

水産・鉱業(1社)、建設(10社)、食品(11社)、繊維(3社)、紙・パルプ(3社)、化学(8社)、薬品(5社)、石油・ゴム(2社)、ガラス・土石(7社)、鉄鋼(1社)、非鉄金属(4社)、機械(10社)、電機(12社)、造船(2社)、自動車(5社)、精密機器(4社)、印刷・事務機器(2社)

被説明変数としてはつぎの3つを考え、昭和58年度のデータより求めた。

額面配当率(DIVRATE)は株式額面に対する配当金の割合である。一般には額面総額は資本金額と同額となるので、この率は資本金に対する配当支払総額の割合、すなわち資本金配当率と同じになる。

配当性向(DIVRATIO)は配当金を税引後当期純利益で割って求められる。

自己資本配当率(DIVEQU)は文字通り、配当金を自己資本(簿価)で割ったものである。

各説明変数の値はつぎのようにして求めた。

(1) 研究開発費比率(RD): 研究開発費については昭和59年、60年の『日経会社情報』及び『会社四季報』の調査データを用い、その値を昭和

役員の持株比率が高いほど負債比率は小さくなる（われわれの実際のデータからも、役員持株比率と負債比率との間には負の相関関係が見られた）。そして、既に述べたように、負債比率と額面配当率との間にも負の相関関係がある。そのため、役員持株比率が高い企業では負債比率が低く、負債比率が額面配当率に及ぼす強いマイナスの影響のために、額面配当率が高くなる事態も予想される。

さらに、つぎのような理由からも、役員持株比率が高い企業ほど額面配当率は高くなる可能性がある。オーナー経営者型企業を含んだ役員持株比率が高い企業では、経営陣は彼ら自身の消費あるいは資産購入等のために、自分達が経営している企業の株式から安定した高水準の配当所得を得ることを望むことがあるからである。

#### (7) 成長率

花枝の（1986）の19ページで述べたように、他の条件が同一ならば成長企業ほど額面配当率は低くなると考えられる。

しかし、花枝、小山、松井、上田（1986）の実証分析で明らかになったように、最近では成長企業ほど負債比率は低い。そのため、他の条件は同じではなくなり、役員持株比率と額面配当率との関係で述べたと同様に、負債比率が額面配当率に及ぼす強いマイナスの影響があれば、成長企業ほど額面配当率は高くなる事態も予想される。

#### (8) 自己資本税引後利益率

自己資本税引後利益率が高いほど余裕資金が豊富になるので、額面配当率は高くなると考えられる。以下の回帰分析では、前期、当期および次期の自己資本税引後利益率をそれぞれ説明変数とし、どの期の利益率が最も強く当期の額面配当率に影響を及ぼしているかを調べることにする。

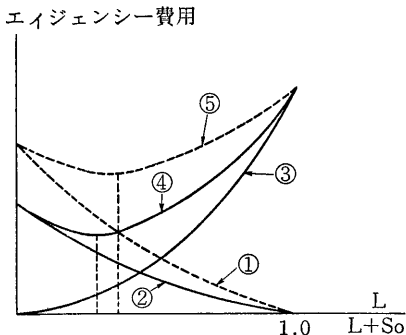
部株主との間での利害の対立が小さく、配当金を低く抑えたからといって、経営者と外部株主の間で目的・動機が異なることによって生ずる自己資本のエージェンシー費用が増大してしまう恐れはない。それゆえ、他の条件が同一ならば、役員持株比率が高い企業ほど額面配当率は低いと考えられる。

しかしながら、役員持株比率の異なる企業同士では他の条件が同一ではなくなり、役員持株比率が高い企業ほど額面配当率が高くなる可能性もある。以下、簡単にその理由を述べてみよう。

図1は花枝(1984)のP.30の図

図1

4と同じものである。横軸は外部調達金額に占める外部負債の割合を、縦軸はエージェンシー費用を表す。すでに述べたように、株式のエージェンシー費用は①あるいは②の曲線のように右下りの曲線になる。ここで、経営陣の自社株式の持分が小さい場合と大きい場合



合とでこの曲線の形はどう異なるであろうか。経営陣の持株比率が高い場合には、経営陣と外部株主との間での利害の不一致はより小さくなるので、持株比率の低い場合と図の横軸上の点は同じであっても、縦軸の株式のエージェンシー費用は小さくなる。それゆえ、経営陣の持株比率が高い場合が曲線②で、持株比率が低い場合が曲線①のようになる。

負債のエージェンシー費用は③のように右上りの曲線になる。ここで経営陣の持株比率が低くなっても、負債のエージェンシー費用は③と同じで変化がないか、あるいはあったとしてもそれほど大きくならなければ、経営陣の持株比率が大きいときの総エージェンシー費用は曲線④、経営陣の持株比率が小さいときのそれは曲線⑤になる。それゆえ、経営陣あるいは

2 番目の理由は、最適資本構成と関連がある。負債比率の高い企業は、それ以上外部負債に依存して負債比率をより高めてしまうことを避けるために、配当を減らし、内部留保の形で自己資本を増やそうとする。

#### (4) 自己資本税引後利益率の変動係数

自己資本税引後利益率の変動性が大きくなると、負債比率のところの 1 番目の理由で述べたように、配当が支払えなくなる危険を回避するために額面配当率を低めに維持しようとするので、両者の間にはマイナスの関係が予想される。

#### (5) 固定・変動費比率

総費用を固定費と変動費とに分解し、固定費を変動費で割った値を固定変動費比率と呼ぶことにすれば、この比率と額面配当率とはマイナスの関係にあると予想される。固定・変動費比率が高いということは、総費用の中に占める固定費用の割合が大きいということであり、需要の変動によって生ずる税引後利益の変動がより拡大されてしまう（このことは、営業レバレッジ (operating leverage) と呼ばれている。Lev (1974), P.629-630 を参照）。そのため、負債比率、自己資本税引後利益率の変動係数で述べたのと同じ理由によって、固定・変動費比率と額面配当率は逆の関係になると考えられる。

#### (6) 役員持株比率

花枝 (1986) の P.11-12 で述べたように、経営者と外部株主との間で目的・動機に差異があるとき、配当支払金額を低く抑え、内部留保を高めることは、自己資本の中の経営者裁量的部分の増大につながり、自己資本のエージェンシー費用を高めることになる。この点からすれば、経営者を含めた役員の持株比率が高い企業では、そうでない企業に比べて経営陣と外

この比率が高いほど額面配当率は低くなると考えられる。それはつぎのような理由による。企業経営者と外部投資家との間で将来の事業収益の見通し（新たな事業活動に対する評価も含む）が異なるとき、特に、外部投資家に比べて経営者がより正確な見通しを持っているとき、必要資金を増資等の外部金融に頼ると有利な投資が行われな可能性が起こり、エージェンシー費用が発生する（花枝（1986），P.14-20）。特に、研究開発投資では、その必要資金を外部金融に頼った場合、企業経営者と外部投資家の間でのこの情報の非対称性によって生ずるエージェンシー費用は多額にのぼると予想される。しかし、増資、借り入れ等の外部金融に頼ることなく、内部資金で投資が行われれば、この費用を回避することができる。ここに、研究開発費比率が高いほど額面配当率は低くなると考えられる理由がある。

## （2）固定資産増加率

研究開発投資以外の一般の設備投資についても、研究開発費比率で述べたことが妥当し、他の条件が同一であれば固定資産増加率が高いほど額面配当率は低くなると考えられる。

## （3）負債比率

2つの理由から、負債比率が高い企業ほど額面配当率は低くなると予想される。まず第1の理由は配当の固定費的性格による。花枝（1986）のP. 21 で述べたように、額面配当率が安定している場合には、支払配当額は固定化し、準固定費的性格を持つようになる。一方、負債比率が高いと負債のてこ作用（financial leverage）によって、税引後利益の変動性が増大してしまう。そのため、税引後利益がより高い水準になることもあるが、逆に低い水準になってしまうことも起こり、利益に見合って配当が変化せず固定化している状況のもとでは、配当が支払えなくなる危険を回避するために額面配当率を低めに維持しようとする。

ントである。そして、このモデルにもとづいて、当期の利益と前期の配当金から当期の配当金を説明する回帰式の計測を行っている。同様の実証分析は、Fama (1974), Fama and Babiak (1968) でも行われている。

Lintner モデルでは、実際に計測した回帰係数より目標配当性向がいかほどであるかは推定できるが、目標配当性向がどのような要因によって決まるのかの実証分析は行われていない。彼のモデルは利益変動にともなう配当金の調整プロセスだけを問題にしていると言ってよいであろう。

これに対して、Lintner とは異なり Rozeff (1982) は実際の配当性向が、また Higgins (1972) は自己資本配当率がどのような要因によって決まるのかを実証分析している。以下のわれわれの実証分析も、Lintner 流の配当金調整型モデルによるものではなく、どのような要因が配当金を決定しているかを調べようとするものである。

## 2. 回帰モデル

以下では、わが国企業の配当政策がどのような要因によって影響を受けているかを、クロス・セクション分析によって調べるが、被説明変数としてはつぎの3つの変数を取り上げた。まず最初は、額面配当率である。花枝 (1986) の P. 20-21 で述べたように、企業は額面配当率を基準にして配当政策を考える傾向があるので、この額面配当率がどのような要因によって決定されるかを調べることは、わが国企業の配当政策を考える場合に重要になってくる。その他に、被説明変数として配当性向、自己資本配当率を取り上げることにした。

説明変数としてはつぎのような変数を選んだ（なお、以下では、それぞれの変数が額面配当率に及ぼす影響を中心に述べる）。

### (1) 研究開発費比率

売上高に対する研究開発費の割合を研究開発費比率と呼ぶことにすれば、

# 配当政策の実証分析

花 枝 英 樹

## 1. はじめに

花枝 (1986) でわれわれは、配当の高低が自己資本のエージェンシー費用にどのような影響を及ぼすかという点を中心にして、企業の配当政策を論じた。簡単にその要点を述べれば、つぎのようになる。

配当を高め、内部留保を抑えれば、経営者と外部株主との間で目的・動機が異なることによって生ずるエージェンシー費用を低めることができる。しかし、配当を高めると、必要資金を外部金融に依存しなければならない程度が強まり、外部株主を含めた資金の外部供給者と経営者との間での情報の非対称性によって生ずるエージェンシー費用は増大してしまう。それゆえ、両費用の合計である総エージェンシー費用を最小にするような配当政策が、最適な配当政策ということになる。そして、前者に比べて後者のエージェンシー費用の方が大きければ、より低率の配当しか企業は支払おうとしないが、このことがしばしば指摘されるわが国企業の低率配当の理由であることが主張された。さらに、同じ低率配当でも、なぜ配当性向基準によらず、額面配当率基準を企業は選好するのかの理由も述べた。そして、以上要約した花枝 (1986) の主張の妥当性の検証を含めて、わが国企業の配当政策の実証分析を試みるのが本稿の目的である。

ところで、過去に行われた配当政策の実証分析としては、有名なものに Lintner (1956) がある。企業は自らが望ましいと考える目標配当性向を持つが、毎期の利益変動に対応して現実の配当金がこの目標配当性向を達成するように瞬時に調整されず、遅れをとまなうというのが彼の主張のポイ